

## COYUNTURA · La recuperación de la eurozona sigue su curso

**El avance de la economía europea se mantiene tras el episodio de incertidumbre.** El Fondo Monetario Internacional (FMI) ha revisado ligeramente a la baja sus previsiones de crecimiento para la eurozona después del episodio de turbulencias que registraron los mercados en el 1T 2016. Sin embargo, la inestabilidad no parece haber afectado significativamente al escenario del conjunto de la eurozona y las revisiones son mínimas. El FMI espera que la economía europea siga creciendo en 2016 prácticamente al mismo ritmo que en 2015 y que esta dinámica se mantenga también en 2017. Aun así, más allá del equilibrio a corto plazo entre las fuerzas favorables (política monetaria acomodaticia, bajos precios de las materias primas y un euro depreciado) y desfavorables (desaceleración de algunos emergentes e incertidumbre financiera y política), la institución también señala que es necesario complementar las medidas expansivas del Banco Central Europeo (BCE) con reformas estructurales que permitan impulsar el crecimiento a largo plazo. Los casos de Italia y Francia, las dos principales economías europeas para las cuales el FMI espera un menor crecimiento y cuyas previsiones más ha reducido, ejemplifican las consecuencias potenciales de un enquistamiento de las reformas estructurales.

**El PIB de la eurozona recupera los niveles precrisis ocho años después.** Tanto EE. UU. como el Reino Unido ya habían alcanzado sus niveles precrisis hace seis y tres años, respectivamente. La estimación preliminar del PIB muestra, además, que la eurozona aceleró su ritmo de crecimiento en el 1T 2016 con una tasa de variación intertrimestral del 0,6%, por encima del dato del trimestre anterior (0,3%) y de lo previsto (0,4%). Así, la economía europea sigue beneficiándose en el 1T de los factores de apoyo temporales antes comentados. Destaca el caso de Francia, que sorprendió al alza con un crecimiento del 0,5% intertrimestral, 3 décimas superior al del trimestre anterior. La economía gala estuvo apoyada por un aumento del consumo privado (+1,2%) y de la inversión (+0,9%), aunque no está claro que este ritmo se mantenga.

**La actividad crece a un ritmo constante.** Tanto los primeros indicadores que se han publicado para el 2T 2016 como los que todavía se van conociendo del 1T 2016 señalan una expansión moderada pero estable, sin que se aprecie un impacto negativo del episodio reciente de incertidumbre financiera. En este sentido, la producción industrial de febrero, pese a caer un 0,8% en términos intermensuales por el registro excepcionalmente bueno de enero, mantuvo un avance interanual positivo (0,8%). Los índices PMI del mes de abril, estables y en la zona compatible con la expansión económica (por encima de 50), señalan que en adelante la recuperación mantendrá la misma dinámica, favorecida a corto plazo por el entorno acomodaticio del BCE, los bajos precios de las materias primas y un euro depreciado. La nota negativa proviene de Francia, donde los indicadores PMI siguen flirteando con el estancamiento.

### Eurozona: previsiones del PIB del FMI

Variación anual (%)

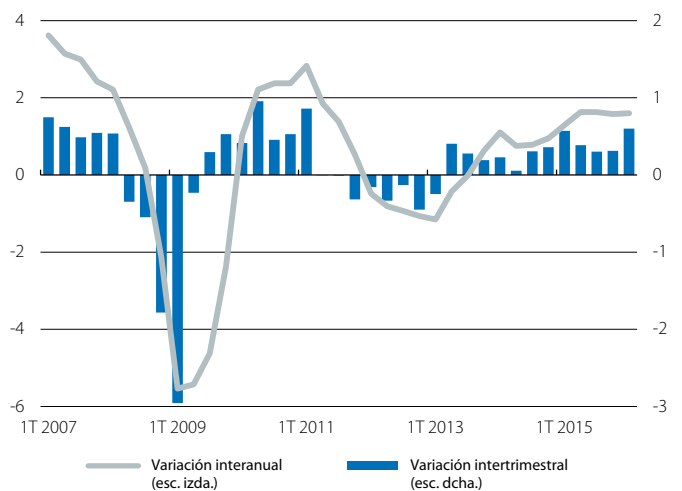
	Previsión			Variación respecto previsión enero 2016 (p. p.)	
	2015	2016	2017	2016	2017
Eurozona	1,6	1,5	1,6	▼-0,2	▼-0,1
Alemania	1,5	1,5	1,6	▼-0,2	▼-0,1
Francia	1,1	1,1	1,3	▼-0,2	▼-0,2
Italia	0,8	1	1,1	▼-0,3	▼-0,1
España	3,2	2,6	2,3	▼-0,1	=

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, abril de 2016).

### Eurozona: PIB

Variación interanual (%)

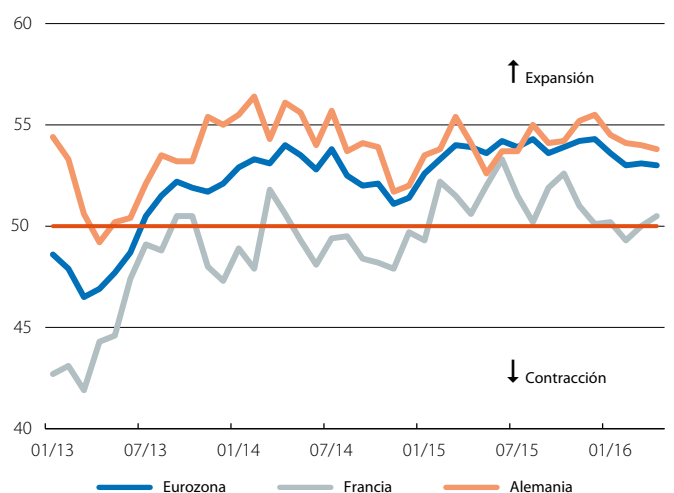
Variación intertrimestral (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

### Indicador de actividad PMI compuesto

Nivel



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

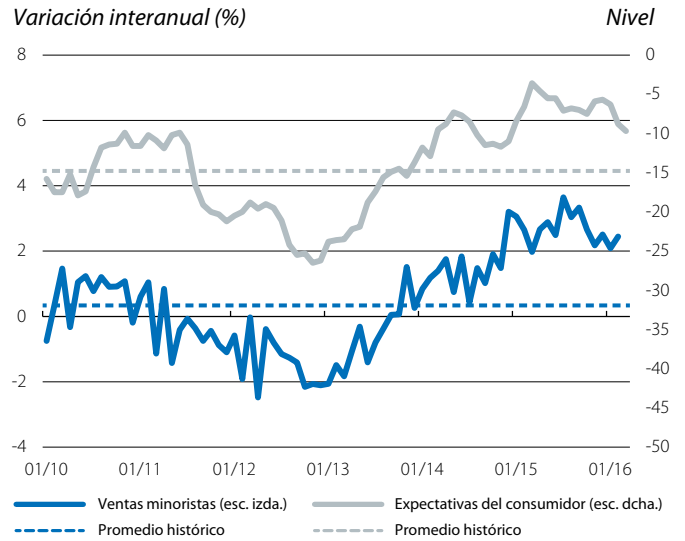
**La demanda interna sigue siendo el motor de la recuperación.** Los indicadores señalan que la incertidumbre financiera en el primer trimestre del año tampoco ha castigado la demanda interna de la eurozona. Las ventas minoristas de febrero mantuvieron un crecimiento interanual por encima del 2% y claramente superior al promedio de los últimos seis años. Por países, el comportamiento fue especialmente bueno en España (4,2%) y Francia (3,5%), mientras que en Alemania el crecimiento fue algo más moderado (1,6%). Donde sí que parece haber incidido la inestabilidad financiera es en los indicadores de confianza. De todos modos, aunque haya seguido una tendencia a la baja en el 1T 2016, la confianza de los consumidores todavía se encuentra por encima del promedio de los últimos años y el dato de abril muestra una mejora respecto a marzo. En la misma línea, y después de tres meses consecutivos de caídas, el indicador de sentimiento económico también ha repuntado en abril. Además, con el apoyo de las medidas acomodaticias del BCE y de una política fiscal neutral o ligeramente expansiva, se espera que la demanda interna siga tirando de la economía en los próximos meses.

**El crédito se recupera, impulsado por el BCE y por la demanda interna.** La encuesta sobre préstamos bancarios del 1T 2016 indica una nueva relajación de los criterios para la concesión de préstamos a empresas y al consumo de las familias, así como de las condiciones de financiación con los que se conceden. Los bancos señalan los bajos costes de financiación y la competencia como principales causas de la relajación. En cuanto a los créditos solicitados, la encuesta muestra un aumento de la demanda neta por parte de las empresas y de los hogares. Así pues, tanto los factores de oferta como los de demanda son favorables para que el crédito fluya hacia empresas y consumidores.

**La inflación continúa en terreno negativo.** Las renovadas caídas del precio del petróleo a finales de 2015 todavía lastran la evolución de los precios del consumo, que cerraron abril en el -0,2% y suman ya tres meses consecutivos en territorio negativo. Por otro lado, la inflación subyacente también frenó su progresión en abril (0,8%) respecto a lo observado en el 1T 2016 (0,9%). Aunque los niveles actuales se encuentran lejos del objetivo del 2% del BCE, a lo largo de 2016 se producirá un efecto rebote en la inflación general al deshacerse el efecto escalón de la caída del precio del petróleo en 2015. Asimismo, esperamos que tanto la inflación general como la subyacente reciban el empuje de la recuperación de la economía y de las medidas de inyección de liquidez del BCE. Por esta razón confiamos en que ambas se sitúen significativamente más cerca del objetivo del BCE en 2017.

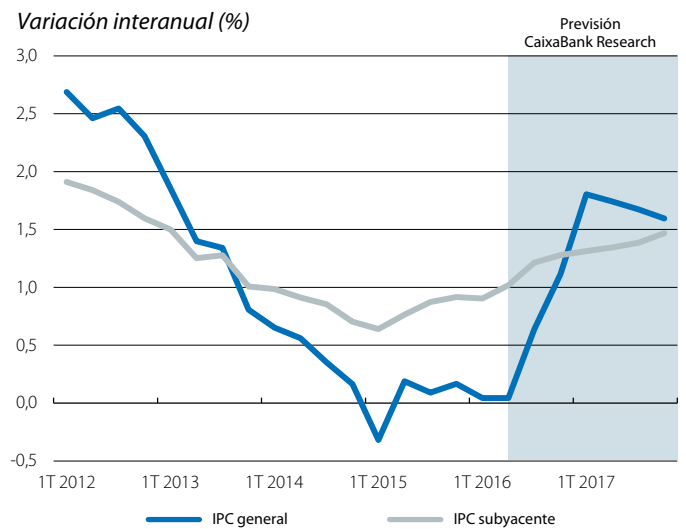
**Continúa la recuperación gradual del mercado laboral.** Los datos de cierre del 1T 2016 muestran una reducción sostenida, aunque lenta, de la tasa de paro en el conjunto de la eurozona, que se situó en el 10,2% (comparado con el 11,2% en marzo de 2015). La mejora también ha sido generalizada en los principales países. Concretamente, España ha contribuido de manera significativa a esta disminución, al cerrar el 1T 2016 con una

**Eurozona: indicadores de consumo**



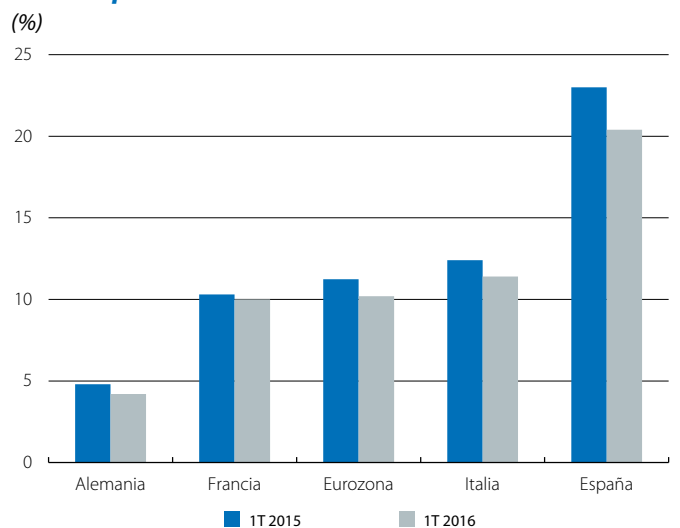
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

**Eurozona: IPC armonizado**



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

**Tasa de paro**



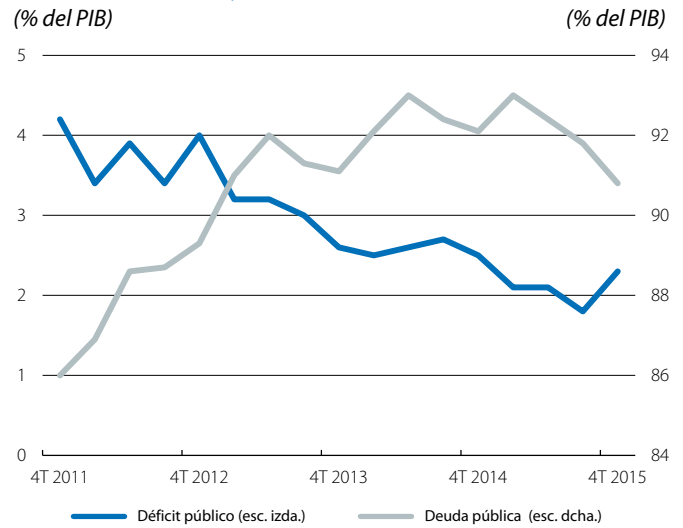
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

tasa de paro 2,6 p. p. por debajo de la de marzo de 2015. En el conjunto de la eurozona, la tasa de paro todavía se encuentra en niveles elevados y, según las previsiones de CaixaBank Research, irá disminuyendo de forma gradual de aquí en adelante. De nuevo, esta gradualidad pone de manifiesto la importancia de llevar a cabo reformas estructurales que, apoyadas por el entorno monetario acomodaticio, estimulen el crecimiento potencial de la economía y permitan acelerar la creación de puestos de trabajo.

**La reducción de la deuda prosigue en el contexto de una política fiscal neutra.** Junto con unas condiciones monetarias laxas, se espera que en 2016 la política fiscal adopte una posición neutra o ligeramente expansiva. De hecho, los datos de cierre de 2015 señalan un ligero repunte del déficit público en la eurozona en el 4T 2015, que, sin embargo, ha sido compatible con una disminución sostenida de la deuda pública en el último año, hasta el 90,8% del PIB. Por países, destacan las importantes reducciones de la deuda en Alemania, Holanda, Irlanda e Italia, aunque el nivel de estos dos últimos siga siendo elevado. Por el contrario, el endeudamiento respecto al PIB no se ha rebajado significativamente ni en Francia (aumentó en 0,4 p. p.) ni en España (disminuyó en 0.1 p. p.), que también mantienen un alto nivel de deuda. Así pues, las posiciones fiscales del 1T 2016 son muy distintas entre países, por lo que es importante que los más endeudados aprovechen el entorno favorable para continuar con el proceso de desendeudamiento y que los que presentan un mayor superávit aprovechen el margen para adoptar políticas fiscales más expansivas que impulsen el crecimiento.

**Italia encara el problema del crédito dudoso con pequeños pasos.** El Gobierno italiano anunció la creación de un fondo financiado por los principales bancos, aseguradoras y gestores de fondos para hacer frente al problema de los créditos dudosos. Estos se han disparado en los últimos años, llegando a superar el 20% del PIB italiano en 2014 y 2015, y son un lastre importante para la recuperación de la economía que se ha reflejado en las cotizaciones bursátiles de los principales bancos del país. Paralelamente a la creación del fondo, el Gobierno también ha anunciado que reformará las leyes de insolvencia para acelerar el proceso de reestructuración de los créditos dudosos. El tamaño del fondo, de 5.000 millones de euros, parece insuficiente, aunque su capacidad de compra total dependerá del nivel de apalancamiento y del factor de descuento aplicado a los activos.

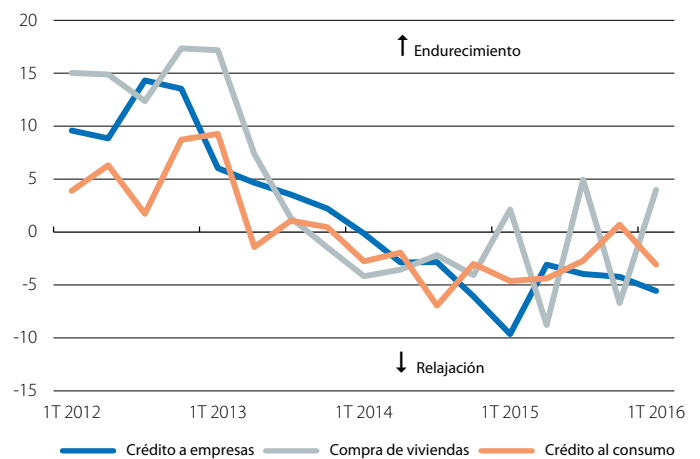
**Eurozona: déficit y deuda pública**



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

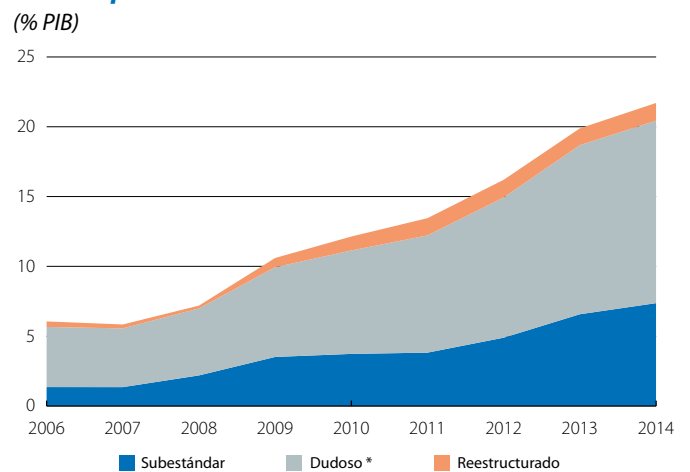
**Eurozona: encuesta sobre préstamos bancarios**

Entidades que endurecen (+) o relajan (-) las condiciones para la concesión de crédito (% neto)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

**Crédito problemático de la banca italiana**



Nota: \* Incluye la exposición a cualquier prestatario en una situación de insolvencia y a cualquier prestatario cuyos préstamos no estén incluidos en otra categoría y que tengan posiciones en descubierto de más de 90 días.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Italia.